



日本銀行のレポートから

日本銀行は、1月、4月、7月、10月の政策委員会・金融政策決定会合において、先行きの経済・物価見通しや上振れ・下振れ要因を詳しく点検し、そのもとでの金融政策運営の考え方を整理した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）を決定し、公表しています。本稿では、2020年4月の展望レポート（基本的見解は4月27日、背景説明を含む全文は4月28日公表）のポイントを解説します。

*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。 <https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/index.htm/>

「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）

— 二〇二〇年四月 —

二〇一九～二〇二二年度の 見通し（図表1、2）

【当面の経済・物価の見通し】

わが国の経済・物価情勢を展望すると、経済は、当面、内外における新型コロナウイルス感染症の拡大の影響から厳しい状態が続くとみられる。また、物価についても、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症の拡大や原油価格の下落などの影響を受けて弱含むとみられる。

【やや長い目でみた経済・物価の見通し】

その後、内外で感染症拡大の影響が和らいでいけば、ペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化や挽回生産が予想されることに加え、緩和的な金融環境や政

府の経済対策にも支えられて、わが国経済は改善していくと考えられる。物価も、徐々に上昇率を高めていくとみられる。今回の見通しにおいては、感染症拡大の影響が、世界的にみて、年後半にかけて和らいでいくことを想定している。

【金融環境】

こうした見通しの背景となる金融環境についてみると、感染症拡大を受けて、内外の金融資本市場で不安定な動きがみられているほか、世界的にみて企業金融に影響が生じている。もともと、各国・地域の政府・中央銀行は、金融市場の安定を維持し、企業金融の円滑を確保するために、積極的な対応を行っている。わが国についても、政府は、企業の資金繰りを支

援するための各種の施策を講じている。日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、三月以降は、企業等の資金調達の円滑確保と金融市場の安定維持に向けて、各種の強力な金融緩和措置を実施している。そうしたもとの、緩和的な金融環境が維持され、金融面から实体经济への下押し圧力が強まることは回避されると想定している。

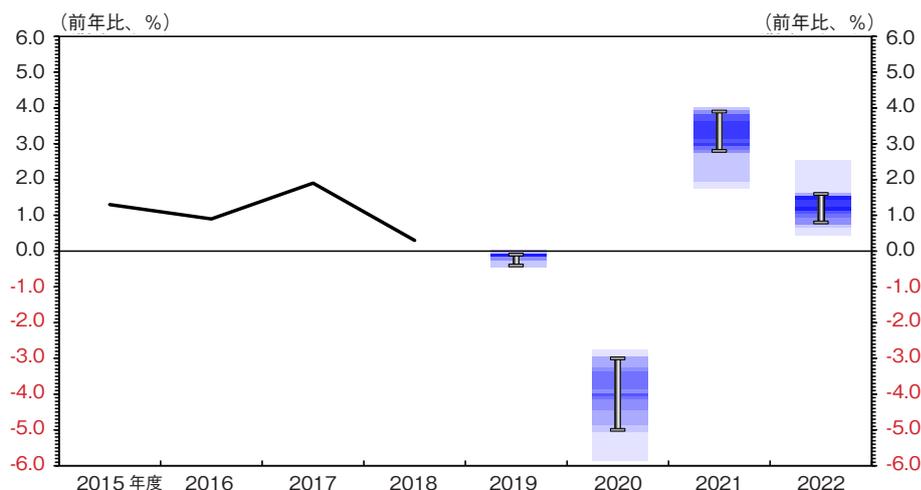
経済・物価のリスク要因

【先行きの経済・物価見通しの不確実性】

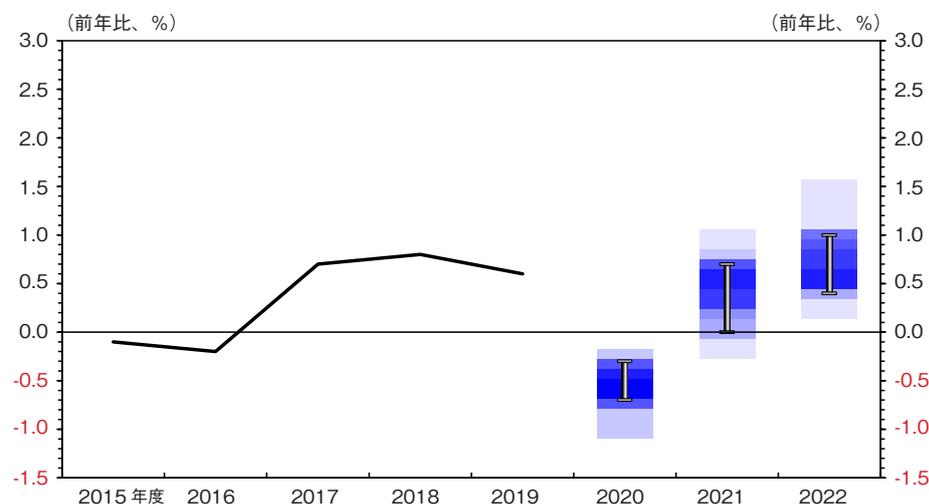
もともと、先行きについては、感染症の拡大が収束する時期や内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、上記の見

図表1 政策委員の経済・物価見通し

(1) 実質 GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値。シャドローは、当該値 (0.1%ポイント刻み) が何人の政策委員の見通し値 (レンジ) に含まれているかを、以下の分類で示したものを、縦線は政策委員の「大勢見通し」を表す。



(注2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品) の2015年度については、2014年4月の消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。

図表2 政策委員の大勢見通し

	対前年度比、%		
	実質 GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース
2019年度	-0.4 ~ -0.1	+0.6	+0.4
(1月時点の見通し)	(+0.8 ~ +0.9)	(+0.6 ~ +0.7)	(+0.4 ~ +0.5)
2020年度	-5.0 ~ -3.0	-0.7 ~ -0.3	-0.8 ~ -0.4
(1月時点の見通し)	(+0.8 ~ +1.1)	(+1.0 ~ +1.1)	(+0.9 ~ +1.0)
2021年度	+2.8 ~ +3.9	0.0 ~ +0.7	
(1月時点の見通し)	(+1.0 ~ +1.3)	(+1.2 ~ +1.6)	
2022年度	+0.8 ~ +1.6	+0.4 ~ +1.0	

(注) 今回、先行きの不確実性が従来以上に大きいことに鑑み、各政策委員は最大1.0%ポイントのレンジの範囲内で見通し (上限値・下限値の2つの値) を作成することとした。「大勢見通し」は、9名の政策委員の見通し値 (上限値・下限値) のうち上から2個、下から2個、計4個の値を除いて、幅で示したものである (政策委員が単一の値で見通しを作成した場合には、当該値を2個と数える)。1月時点の大勢見通しは、各政策委員が単一の値で示した見通し値から、最大値・最小値を1個ずつ除いて幅で示したものであり、今回の大勢見通しとは異なることに留意が必要である。

2019年度の消費者物価指数 (除く生鮮食品) は、実績値。

通しは、感染症拡大の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下しないことや、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能

が円滑に発揮されることなどを前提として、そうした前提には大きな不確実性がある。

「リスクバランス」
リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、新型コロナウイルス感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。



日本銀行のレポートから

日本銀行は、金融システムの安定性を評価するとともに、安定確保に向けた課題について関係者とのコミュニケーションを深めることを目的として、金融システムレポートを年2回公表しています。本レポートの分析結果は、日本銀行の金融システムの安定確保のための施策立案や、考査・モニタリング等を通じた金融機関への指導・助言に活用しています。また、国際的な規制・監督・脆弱性評価に関する議論にも役立てています。金融政策運営面でも、マクロ的な金融システムの安定性評価を、中長期的な視点も含めた経済・物価動向のリスク評価を行ううえで重要な要素の一つとしています。

*全文は日本銀行ホームページに掲載されています。 <https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/index.htm/>

「金融システムレポート」

二〇二〇年四月

二〇二〇年四月号の 問題意識

今回のレポートでは、二月下旬以降、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大がグローバルな金融市場、実体経済に大きな影響を及ぼしているもとで、わが国の金融安定面への影響やリスクについて、これまで蓄積されてきた金融面の脆弱性との関係にも着目しつつ、足もとの状況や今後注視していくべき点を整理しました。ポイントは以下のとおり。

現状評価

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に伴い、世界経済にきわめ

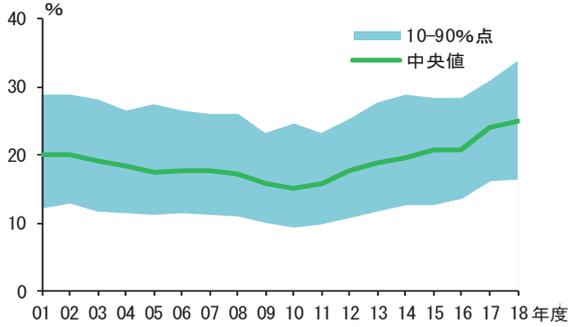
て強い下押し圧力がかかるとともに、国際金融市場が不安定化している。各国株価の大幅な下落、拡張を続けてきた米欧クレジット市場の調整、基軸通貨であるドル資金市場の逼迫、新興国からの資金流出、原油価格の急落などが生じている。また、各国において、景気悪化に伴う信用コスト増加が見込まれるもとで、売上・収益の急減に直面した企業の資金需要が増大しており、金融機関の資本・流動性にも大きなストレスがかかっている。

こうした状況に対し、各国政府・中央銀行は緊密に連携しつつ、強力な財政・金融政策等を発動し、経済活動と企業金融の下支え、金融市場

の機能維持を図っている。金融規制・監督面でも、バーゼルⅢ完全実施の一年延期や資本・流動性バッファアの活用奨励など柔軟な措置が講じられている。これらの政策対応もあつて、これまでのところ、グローバルな金融システムにおける著しい信用収縮は回避されている。

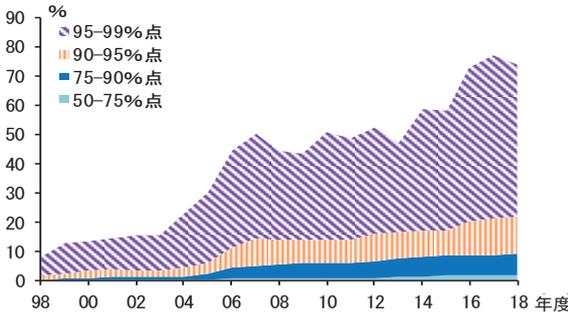
わが国の金融システムも強いストレスを受けているが、全体として安定性を維持しており、経済活動が必要とする資金を供給している。これは、①従来本レポートがマクロ・ストレステスト等を通じて検証してきた通り、金融機関が資本・流動性の両面で相応に強いストレス耐性を備えていること、②政府・日本銀行が

図表1 金融機関の低採算先貸出比率の分布



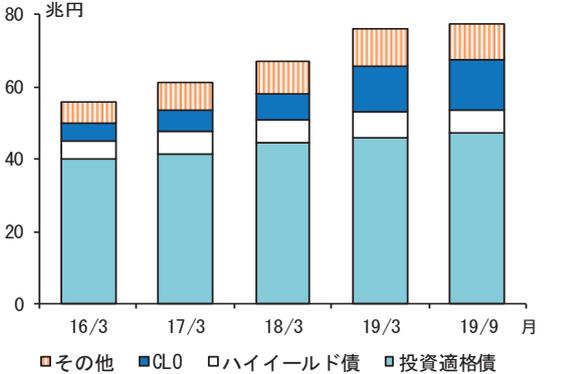
(注) 集計対象は大手行と地域金融機関。
(資料) 帝国データバンク

図表2 企業ののれんの対純資産比率の分布



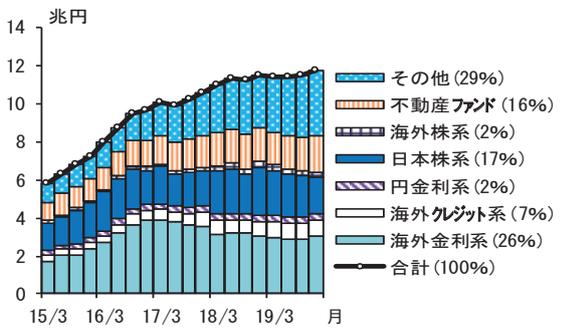
(注) 対象は上場企業。
(資料) 日本政策投資銀行

図表3 本邦金融機関の海外クレジット投資残高



(注) 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。
(資料) 日本銀行

図表4 地域金融機関の投資信託残高の内訳



(注) 集計対象は地域銀行。取得原価ベース。凡例内の数字は、直近時点での構成比。直近は2019年12月末。
(資料) 日本銀行

迅速かつ強力な政策対応を講じていること、③わが国企業が全体として、内部留保・手元資金の両面で良好な財務基盤を備えてきていること、によるものである。

先行きのリスクと留意点

もともと、感染拡大の今後の展開やそれに伴う実体経済への下押し圧力の強さ、持続期間を巡る不確実性はきわめて大きい。
今回、金融システムに生じているストレスは、感染拡大によって人々の

の活動が大きく制約されることに伴う「実体経済ショック」に端を発している点で、「金融不均衡の調整」を直接の背景とする過去のバブル崩壊とは性質が大きく異なっている。もともと、国内外の金融システムでは、今回の感染拡大が生じる以前から、低金利長期化のもとでの利回り追求行動に起因する様々な脆弱性が蓄積されてきた。実体経済の大幅な落ち込みが長期化する場合には、それらの脆弱性を通じて金融面の本格的な調整に結びつき、「実体

経済・金融の相乗的な悪化」につながる可能性がある。こうした観点から注視しておくべきわが国の金融安定上のリスクは以下の三点である。
第一は、国内外の景気悪化に伴う信用コストの上昇である。実体経済への影響が長引くと、足もとの資金繰り逼迫が信用力の問題に転化する企業が増え、わが国の金融機関は、低金利長期化のもとで、国内ではミドルリスク企業向け貸出や不動産貸貸業向け貸出、大型M&A関

連など高レバレッジ案件向けの貸出を、海外ではエネルギー関連を含む相対的に信用力の低い企業への貸出を積み増してきた(図表1,2)。これらのセクターは景気悪化に対し総じて脆弱と考えられる。第二は、金融市場の大幅な調整に伴う有価証券投資関連損益の悪化である。近年、大手行等は海外クレジット投資を、地域金融機関は多様なリスクを抱える投資信託等を積み増してきた(図表3,4)。第三は、ドルを中心とする外貨資金市場のタイト化に伴う

外貨調達不安定化である。近年、金融機関は、海外貸出・有価証券投資を積み増すとともに、顧客性預金などの安定調達基盤を拡充してきているが、なお市場調達に依存する部分は小さくない(図表5)。外貨調達不安定化は、海外投融資の巻き戻し等を通じて、海外関連損益の悪化につながる可能性がある。また、第二、第三の点にみられるように、海外とわが国の金融システム間でリスクの波及が生じやすくなっている。

わが国の金融機関は、ここまでのストレスを経てなお相応に強い耐性を備えているほか(図表6、7)、政府・日本銀行や海外当局の強力な政策対応が、今後も経済・金融両面から上記リスクの発現を抑止する方向に作用する。このため、金融安定は引き続き維持されると考えられるが、今後の情勢を予断なく点検していく必要がある。

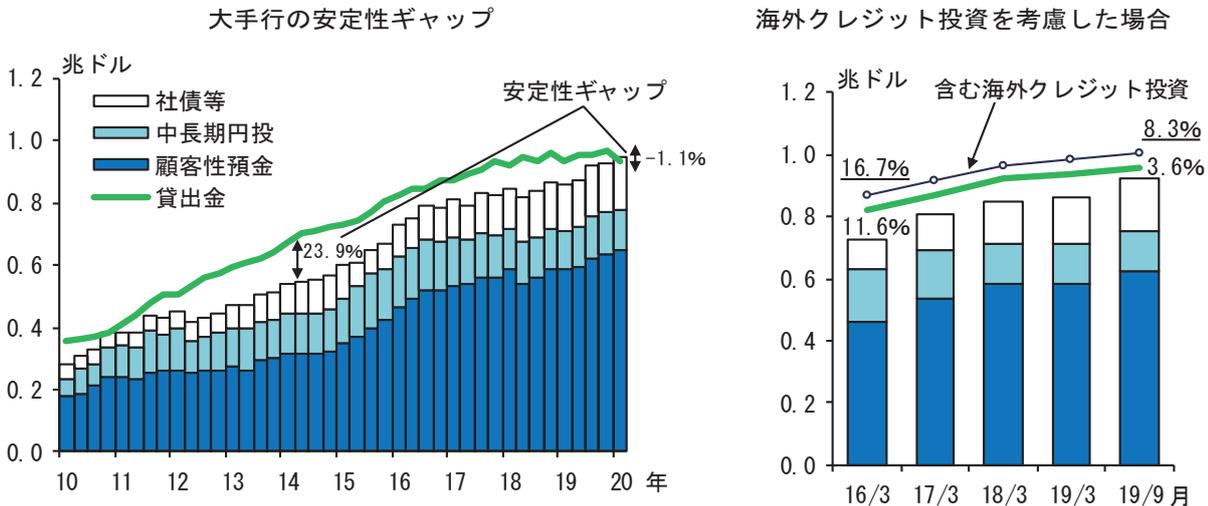
金融機関の経営課題と日本銀行の対応

当面は、感染拡大が内外金融経済

に大きなストレスを与えることで、金融機関は経営の健全性を保ちつつ、金融仲介機能の円滑な発揮を通じて経済を支えていくことが課題となる。感染収束後の局面では、企業の経営改善と経済回復を支援する役割が期待される。

より長い目でみると、金融機関は、今回のショックによって生じ得る経済・企業行動の変化も含め、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった構造課題への対応を改めて進めていく必要がある。国内預貸収益への下押し圧力が継続するも、①大手行等は、グローバルな業務展開を通じてシステムミックスな重要性を高めてきており、それに対応したガバナンス強化が課題となる。②地域金融機関は、地域の活力向上への貢献から収益を得ていくための事業基盤の構築が従来以上に重要になる。また、③今回のストレス局面的経験も活かしつつ、リスクテイクを積極化する分野での管理力を強化していくことは、大手行、地域金融機関に共通する課題である。加

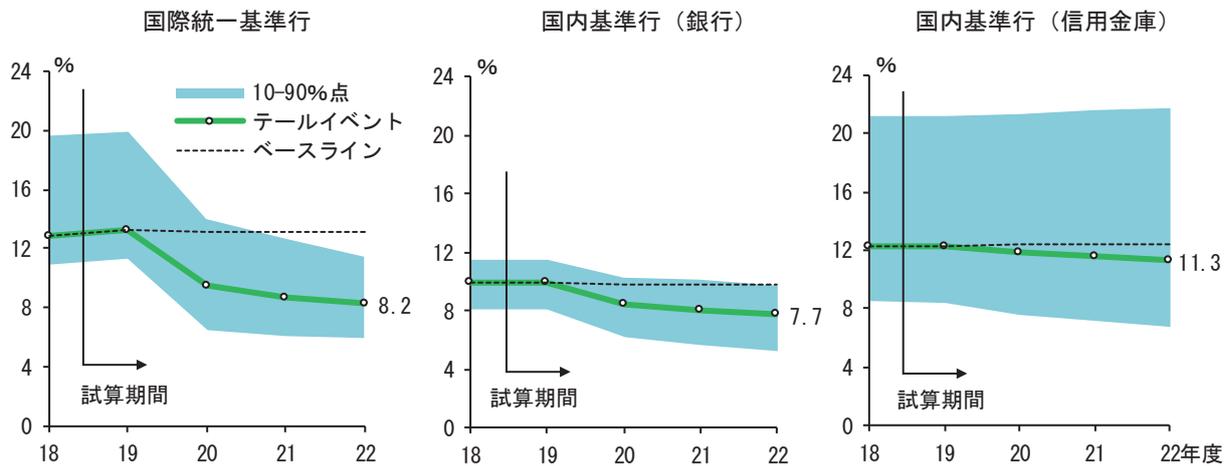
図表5 大手行の安定性ギャップ



(注) 1. 「社債等」と「中長期円投」は、2012年3月末までは3か月超、2012年6月末以降は1年超の調達。
 2. 左図における図中の計数は、貸出金に対するギャップの比率(2014年4月末と2020年2月末)。
 3. 右図の「含む海外クレジット投資」は、貸出金に海外クレジット投資を加算した残高。図中の計数は、貸出金(下線が付してある計数)については貸出金に海外クレジット投資を加算した残高)に対するギャップの比率(2016年3月末と2019年9月末)。
 4. 集計対象は国際統一基準行。
 5. 左図の直近は2020年2月末。右図の直近は2019年9月末。
 (資料) 日本銀行

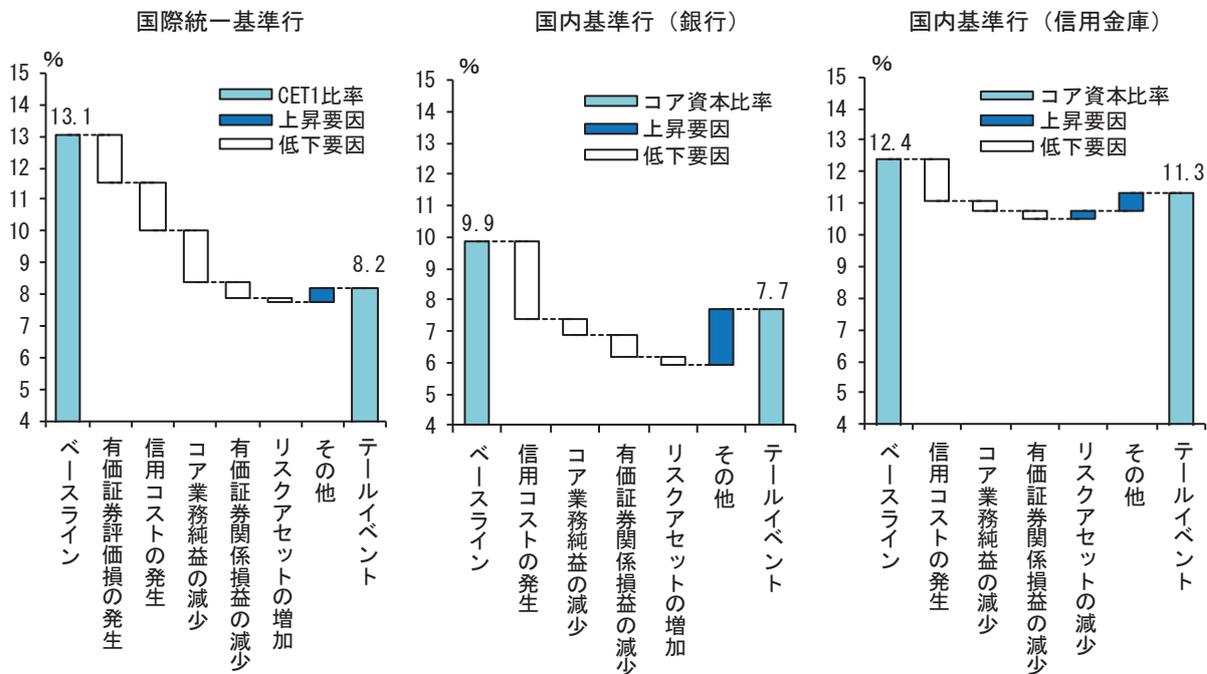
えて、④ デジタルライゼーションや気候変動といった中長期の環境変化がもたらす機会とリスクにも、着実に対応していくことが求められる。日本銀行は、新型コロナウイルスの感染拡大が続くなかで、政府や海外金融当局等と引き続き緊密に連携しつつ、金融安定の確保に万全を期すとともに、金融機関による金融仲介機能の円滑な發揮を最大限支援していく。また、中長期の視点から、上記四つの課題についても金融機関の取り組みを積極的に後押ししていく。

図表 6 CET1 比率とコア資本比率



(注) 国際統一基準行は CET1 比率、国内基準行はコア資本比率。経過措置を含むベース。
(資料) 日本銀行

図表 7 CET1 比率とコア資本比率の要因分解 (2022 年度)



(注) シミュレーション期間の終期 (2022 年度末) における、ベースラインとテールイベント・シナリオ下の自己資本比率の乖離要因を表示。「有価証券評価損の発生」は税効果を勘案したベース。「その他」は、税金・配当、CET1 調整項目等の寄与の合計。
(資料) 日本銀行